

分析师： 邵稳重 (8627)65799539 shaowz@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120014

联系人： 代薇 (8627)65799539 daiwei@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120004

新元华尚待培育

事件描述

近日，我们调研了杭州解百并实地考察了其门店，主要观点如下：

事件评论

第一，我们预计杭州解百 2010 年主要门店实现 20% 的收入增长

杭州主要市级商业中心主要包括武林商圈、湖滨商圈和吴山商圈，杭州解百所拥有的 3 个门店均位于湖滨商圈。

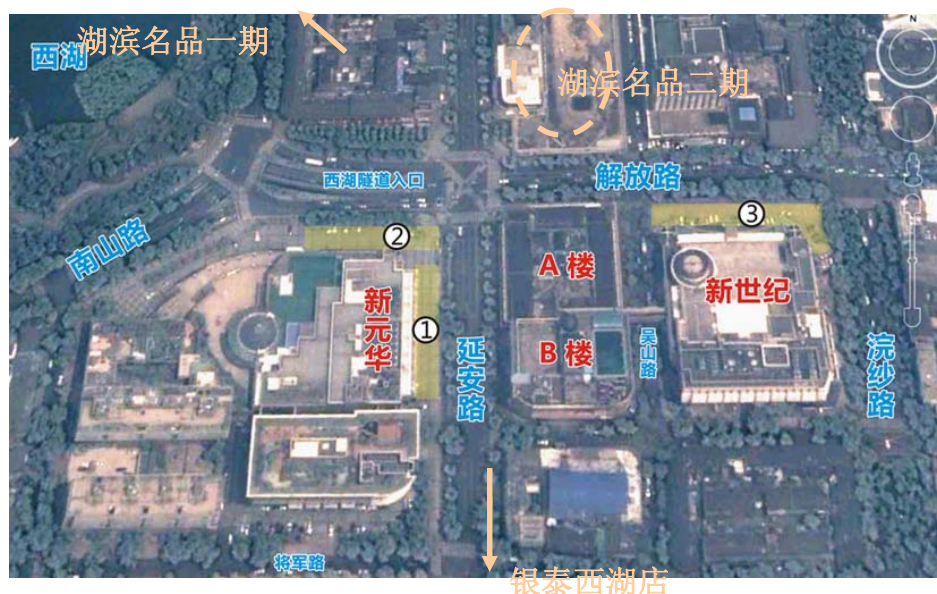
1) 银泰逐渐对解百门店形成合围

- ✓ 湖滨名品街 2005 年开街；
- ✓ 2007 年底，银泰收购湖滨名品街及二期各 50% 股权；
- ✓ 2008 年 4 月，银泰百货西湖店开业；
- ✓ 预计 2011 年 10 月，湖滨名品街二期开出。

为应对银泰加速扩张对解百门店造成的合围，杭州解百在 2009 年收购了延安路对街的新元华，并将新世纪经营面积扩充 1 万方，通过这些外延扩张使得公司经营面积达到 8 万多方，较之前的 4 万方扩充了一倍，进一步巩固了其在湖滨商圈的地位。

我们认为，2011 年湖滨名品街二期的开出对杭州解百门店短期不会造成威胁，主要因为：1) 定位有所差异，湖滨名品街定位于国际名品，而杭州解百门店定位于中高端；2) 湖滨名品街二期的开出能够更加集聚商圈的客流，而这些客流可以被杭州解百所共享。

图 1：湖滨商圈主要门店位置示意图



资料来源：长江证券研究部

2) 杭州解百 2010 年主要门店实现 20% 的收入增长

A、外延扩张是公司 2010-2011 年收入增长的主要原因

2009 年 2 月，公司收购及租赁元华商城增加经营面积 3 万平米，同时，公司在 2009 年将新世纪酒店改造增加经营面积 1 万平米。

通过购买、租赁元华商城，以及改造新世纪酒店后，2009 年公司位于杭州的百货经营面积扩大一倍至 8 万平米。

我们认为：1) 扩充的经营面积跟原有门店位于同一商圈，因此培育期预计会较短；2) 协同效应也将带来员工的分流，以及销售和管理费用的节约。从公司员工数看，2009 年公司总员工数较上年不增反减，也验证了这一点。

B、随着品牌的调整和门店的逐渐成熟，新元华利润增长将逐步显现

重装后的新元华于 2010 年 12 月开业，至今已运营了 1 年多，定位为时尚百货，目前日均销售额达到 60 万元。我们预计 2010 年收入为 1 亿多，处于亏损状态。

我们认为，品牌和交通是制约新元华发展的主要原因。

1) 从品牌上看，新元华与新世纪商厦存在一定的重复。公司也正在进行品牌的调整以及餐饮的引进，我们认为随着品牌的错位，定位逐渐清晰，新元华的经营将稳步提升。

2) 公司目前正在考虑修建地下通道连接 A 楼和新元华，我们认为此项规划如能实现，将更好的实现三个门店之间的客流共享发挥协同效应。总体而言，我们预计新元华 2011 年将初步实现盈亏平衡。

表 1: 杭州解百主要门店情况

	经营面积	物业权属	股权比例	定位
新元华	3	其中 1.8 万方为自有物业	100%	主攻年轻时尚客群，聚集服饰、鞋包、配饰等品类的潮流品牌
新世纪商厦	3.2	自有物业	100%	偏重于白领女性消费，荟萃化妆品、首饰、名表、服饰、鞋包等品类
解百 A/B	1.8	自有物业	100%	以现代生活类商品和男性消费为主流，经营床品、服饰、家电等品类。
义乌解百	1.5	其中 0.6 为自有	70%	

资料来源：长江证券研究部

C、其他门店稳定增长

义乌解百：2009年4月义乌解百经营面积由原来的6000平米扩大至1.5万方，但经营面积的增加和品牌结构的调整给义乌解百带来了较大的正面影响，我们预计义乌解百营业收入较上年同比增长约20%，但受装修改造带来的费用增加影响，义乌解百2010年依旧有小幅亏损。

新世纪商厦：新世纪商厦主要经营品类为高扣点率的女装、化妆品、女鞋等，因此整体扣点率较高，达20%。新世纪商厦2010年收入增长主要受益于经营面积的增加（增长近50%），我们判断新世纪商厦2010年收入增速达30%。我们认为，新世纪商厦2011年仍将实现20%以上的收入增速。

解百A、B楼：解百A、B楼是成熟门店，由于包含了近20%的家电业务，使得整体扣点率仅为15%。我们判断，解百A、B楼2010年收入增速约为12%。

第二，解百A楼改建完后外生增长效益方能完全体现。

由于解百A物业结构较老，不适应百货经营的需求，公司拟在2011年底（或2012年）对解百A楼进行改建，目前正在改建报批。公司酝酿将A楼推倒重建，同时与B楼相接。改建后A、B楼及新世纪商厦将连为一体，经营面积将增加1万平米。由于具体改建方案时间和方式均未确定，我们初步预计改建工程需要2年左右时间，资本开支较大，支出资本化后对改建期间费用影响不大，但解百A的停业对公司收入将有直接且较大的影响。

第三，我们预计杭州解百2010-2011年EPS分别为0.26、0.32元，维持谨慎推荐评级。

我们认为，杭州解百未来的增长主要在于经营面积扩大带来的外生增长：包括新元华商城的开出以及新世纪商厦营业面积的扩大。

公司的另一个亮点是在杭州西湖边上拥有较多的商业物业，是一个重物业的百货零售公司，因而具有较高的重估价值。

我们预计杭州解百2010-2011年EPS分别为0.26、0.32元。维持谨慎推荐评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1708	2033	2338	2688	货币资金	126	278	420	617
营业成本	1377	1630	1870	2148	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	331	402	468	540	应收账款	57	69	80	92
% 营业收入	19.4%	19.8%	20.0%	20.1%	存货	23	27	30	35
营业税金及附加	14	16	19	22	预付账款	8	8	9	11
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	72	86	98	113	流动资产合计	215	385	542	757
% 营业收入	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	可供出售金融资产	23	23	23	23
管理费用	153	182	208	239	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	长期股权投资	16	16	16	16
财务费用	9	10	8	4	投资性房地产	69	69	69	69
% 营业收入	0.6%	0.5%	0.4%	0.2%	固定资产合计	844	845	847	851
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	27	25	24	23
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	84	108	134	162	其他非流动资产	7	7	7	7
% 营业收入	4.9%	5.3%	5.7%	6.0%	资产总计	1202	1369	1528	1746
营业外收支	4	0	0	0	短期贷款	10	27	0	0
利润总额	88	108	134	162	应付款项	261	298	341	392
% 营业收入	5.1%	5.3%	5.7%	6.0%	预收账款	214	244	281	323
所得税费用	25	27	34	41	应付职工薪酬	27	32	37	43
净利润	63	81	101	122	应交税费	33	37	44	53
归属于母公司所有者的净利润	64.4	81.6	100.5	121.5	其他流动负债	38	47	54	62
少数股东损益	-2	-1	0	0	流动负债合计	583	685	757	872
EPS (元/股)	0.21	0.26	0.32	0.39	长期借款	25	25	25	25
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	3	0	0	0
经营活动现金流净额	166	199	235	266	其他非流动负债	4	4	4	4
取得投资收益	1	0	0	0	负债合计	615	713	786	901
收回现金					归属于母公司	579	648	734	837
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	8	7	8	8
固定资产投资	-471	-40	-43	-47	股东权益	587	656	741	845
其他	4	0	0	0	负债及股东权益	1202	1369	1528	1746
投资活动现金流净额	-467	-40	-43	-47	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.207	0.263	0.324	0.391
银行贷款增加 (减少)	35	17	-27	0	BVPS	1.87	2.09	2.36	2.70
筹资成本	40	-22	-23	-23	PE	39.10	30.84	25.05	20.72
其他	-80	0	0	0	PEG	1.66	1.31	1.06	0.88
筹资活动现金流净额	-5	-5	-50	-23	PB	4.35	3.88	3.43	3.01
现金净流量	-306	153	142	197	EV/EBITDA	18.78	14.35	11.47	9.14
					ROE	11.1%	12.6%	13.7%	14.5%

分析师介绍

邵稳重，长江证券零售行业首席分析师。

代薇，长江证券零售行业分析师。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。